



创元科技 (000551)

绝缘子业务再出新举措

节能环保主题研究

评级: 买入

## 分析师

马金良 张新平

电话: 0755-83707004

邮件: zhangxp@ghzq.com.cn

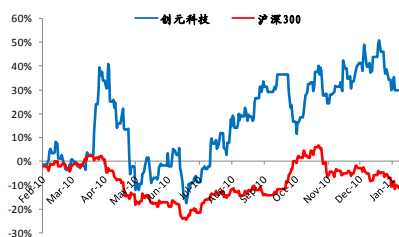
证书编号: S0350208080555

## 合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是
 ☐ 否

## 相对沪深 300 表现



## 市场数据

2011.1.26

|              |            |
|--------------|------------|
| 当前价格 (元)     | 15.70      |
| 52 周价格区间 (元) | 9.77-18.58 |
| 总市值 (百万)     | 4187.51    |
| 流通市值 (百万)    | 3794.71    |
| 总股本 (万股)     | 26672.03   |
| 流通股 (万股)     | 24170.15   |
| 日均成交额 (百万)   | 131.01     |
| 近一月换手 (%)    | 41.65      |

## 财务数据

FYE

|         |       |
|---------|-------|
| 毛利率     | 22.66 |
| 净利率     | 7.10  |
| 净资产收益率  | 10.64 |
| 总资产收益率  | 8.14  |
| 资产负债率   | 51.48 |
| 现金分红收益率 | 0     |
| 市盈率     | 43.6  |
| 市净率     | 4.7   |

## 事件

2011年1月26日, 创元科技公告了其设立苏州电瓷厂(宿迁)有限公司、非公开发行股票方案的预案, 拟设立苏州电瓷厂(宿迁)有限公司进行瓷绝缘子项目的建设, 项目预计总投资50,485万元; 拟发行股票数量不超过3,000万股(含3,000万股), 募集资金总额不超过人民币46,550万元, 扣除发行费用后拟投资于宿迁公司瓷绝缘子项目。

## 点评

## 公司绝缘子业务亮点频现

## 1、高铁、轨道交通大发展拉动绝缘子需求高速增长

根据《国家中长期铁路网规划》, 2012 年中国将建成 42 条高速铁路客运专线, 中国铁路营业里程将达到 11 万公里以上, 其中新建高铁总里程将超过 1.3 万公里。到 2020 年, 中国铁路营业里程将达到 12 万公里以上, 主要繁忙干线实现客货分线。其中, 新建高速铁路将达到 1.6 万公里以上, 加上其他新建铁路和既有线提速线路, 我国铁路快速客运网将达到 5 万公里以上。另外, 未来十年全球范围内的高铁建设规模也不断扩大, 合计投资额度可达到 7700 亿元, 高铁出口市场广阔。

表 1 未来几年全国铁路营业里程变化

| 时间        | 2001 年末 | 2008 年末 | 2009 年末 | 2010 年末 | 2011 年 E | 2012 年 E | 2015 年 E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业里程: 万公里 | 7       | 8       | 8.6     | 9.2     | 10       | 11       | 12       |

资料来源: 铁道部, 国海证券研究所

表 2 未来 10 年世界高铁发展规划统计

| 地区                 | 新增高铁里程：公里 | 新增投资额：万亿美元 | 备注                |
|--------------------|-----------|------------|-------------------|
| 日本                 | 3000      | 1500       | 按每公里造价 5000 万美元估算 |
| 美国                 | 1000      | 500        |                   |
| 欧盟                 | 9000      | 4500       |                   |
| 其他发展中国家<br>(不包括中国) | 4000      | 1200       | 按每公里造价 3000 万美元估算 |
| 合计                 | 17000     | 7700       |                   |

资料来源：国海证券研究所

截至 2009 年底，中国共有 11 个城市开通城市内轨道交通，投入运行长达到 1012 公里，2010、2011 年预计新增运营里程分别为 477 公里、284 公里，2012-2020 新增运营里程为 5575 公里，为 2009 年年底运营里程数的 5.5 倍。未来十年我国将迎来城市内轨道交通快速发展期。

表 3 轨道交通建设的主要成本构成

| 分类        | 占总投资的比重：% |        |
|-----------|-----------|--------|
|           | 高铁        | 地铁     |
| 工程及基础建设   | 40--60    | 50--60 |
| 电气设备、通信系统 | 25--40    | 20--25 |
| 机车车辆及配件系统 | 10--15    | 10--15 |

资料来源：国海证券研究所

相关调研结果显示，目前电气化铁路用绝缘子投资额度为 3-4 万元/每公里，且大部分为瓷绝缘子，复合绝缘子和玻璃绝缘子的使用量较少，因此不会对瓷绝缘子的高铁市场形成冲击，以保守的方式测算，即假定高速铁路与轨道交通用绝缘子与普通绝缘子价格水平相近，且不考虑国外市场拓展，在 2011-2015 年新增铁路线 2.8 万公里，新增轨道交通线 5859 公里的条件下，**铁路、轨道交通用绝缘子对应的市场容量为 10.2-13.5 亿元。**

目前公司在铁道绝缘子生产领域位居行业龙头地位，是铁路绝缘子合格供应商。公司控股子公司苏州电瓷厂有限公司为京沪高铁提供了铁道棒形绝缘子，占 60%份额，经受了时速达 486.1 公里的世界最高速度的考验，技术水平行业领先，**据悉目前国内仅有两个厂家有该产品生产资格**，铁路、轨道交通大发展拉动公司绝缘子需求高速增长。

## 2. 特高压、农网投资额度大幅提高，电网绝缘子需求强度不减

经过“十一五”建设后，中国电网投资开始转向，未来电网建设将主要侧重两个方面：一是特高压电网建设，特高压是“十二五”电网发展的重中之重，预计投资额度将达到 5000 亿元。二是农网改造升级，国家电网农电部主任孙吉昌介绍，五年内国家电网将安排 4100 亿元用于农网改造，加上南方电网投入的约 1000 亿元，预计全国也有超过 5000 亿元投入。特高压和农网的投资额度提高很好的弥补了 330kv-750kv 高压等级投资的大幅度减少，也给绝缘子生产企业带来新的机遇。

我们预测“十二五”特高压交流线路需用绝缘子 2100 万片，直流线路 19755 公里需用绝缘子 1382.85 万片，共需绝缘子约 3482.85 万片，按每片 300KN 瓷绝缘子 500 元来计算，**该市场容量可达 174 亿元。**

表 4 “十二五”特高压交流线路绝缘子需求预测

|                   |     |
|-------------------|-----|
| 新增特高压变电站（座）       | 37  |
| 变电容量（亿 KVA）       | 2.8 |
| 建设线路长度（万公里）       | 3   |
| 每公里绝缘子片数（片）       | 700 |
| 每片 300KN 绝缘子价格（元） | 500 |
| 特高压交流绝缘子市场规模（亿元）  | 105 |

资料来源：国海证券研究所

### 3. 公司绝缘子产能和结构调整符合行业发展方向

根据公告的预案来看，公司未来将加大高铁和轨道交通绝缘子上的投入，同时继续强化自己在线路、电站绝缘子上的市场地位，做大做强公司的绝缘子业务。

另外公司 2010 年中报显示报告期内公司已经开始了绝缘子业务的布局，一是新建了两条超、特高压交直流瓷绝缘子生产线，二是新建了生产基地以扩大产能，三是对现有设备进行自动化改造。本次拟继续扩大绝缘子的产能，主要是为了应对下游需求旺盛，公司产能不足的现实。

表 5 公司拟投资新建绝缘子种类和产能

| 绝缘子种类                        | 规划/产能    |
|------------------------------|----------|
| 高速铁路和城市轨道交通用棒形瓷绝缘子           | 90 万只/年  |
| 高压架空输电线路用盘形悬式瓷绝缘子            | 180 万只/年 |
| 高压架空输电线路用 160kN 及以上瓷棒形悬式瓷绝缘子 | 6 万只/年   |
| 电站电器用 110~500kV 棒形支柱瓷绝缘子     | 6 万只/年   |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 拟募投项目提升公司盈利水平

根据公司公告的预案，拟投资项目的投资回收期限为 7.4 年，稍显过长，但利润率水平要明显高于公司目前整体水平，项目达产后将对公司盈利水平有较大提升。

表 5 公司拟投资建设项目的经济指标

| 经济指标名称            | 数值        |
|-------------------|-----------|
| 年营业收入             | 61,200 万元 |
| 年平均利润总额           | 8,338 万元  |
| 项目投资财务内部收益率（所得税后） | 14.18%    |
| 全部投资回收期（所得税后）     | 8.47 年    |
| 项目投资财务内部收益率（所得税前） | 18.01%    |
| 全部投资回收期（所得税前）     | 7.40 年    |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

另外，拟增资苏州电瓷厂的增资价格确定方案客观上能够激励股份公司加快增资进度，以更低的增资价格拿

到更多的权益份额，该方案同时也会对苏州电瓷厂的短期经营产生负面影响，苏州电瓷厂期间净利润越低，实际增资价格也更低，获得的权益比例将更多。长远来看公司拥有苏州电瓷厂权益比例越高，归属于母公司的净利润也更多，有利于提高公司的利润水平。

### 业务整合进程加快，未来想象空间较大

根据公司2009年年报表述，公司将会重点打造以输变电高压绝缘子、洁净环保设备及工程、光机电算一体化测绘仪器三项核心业务，目前明显加快了绝缘子业务上的布局，由于国内净化行业发展迅猛，可挖掘潜力非常大，我们预计公司将会在聚焦主业，打造核心业务上迈出更大的步子。

### 维持“买入”评级

由于公司拟投资项目建设周期为30个月，暂不会对业绩产生影响，我们仍维持盈利预测不变，2011/2012年每股收益为0.57/0.86元/股，对应目前股价的动态PE为27.5/18.3倍，与可比公司估值水平对比后，我们认为公司目前的估值水平与其市场地位和盈利能力不符，继续维持“买入”评级。

表3 可比公司估值水平

| 轴承类上市公司   |      | 2011 (PE) |
|-----------|------|-----------|
| 600495    | 晋西车轴 | 69.45     |
| 000678    | 襄阳轴承 | 61.98     |
| 002122    | 天马股份 | 22.66     |
| 600592    | 龙溪股份 | 19.51     |
| 002046    | 轴研科技 | 39.14     |
| 算术平均      |      | 43.40     |
| 绝缘子类上市公司  |      |           |
| 300069    | 金利华电 | 34.11     |
| 测绘仪器类上市公司 |      |           |
| 000901    | 航天科技 | 41.99     |
| 002338    | 奥普光电 | 44.10     |
| 300007    | 汉威电子 | 28.30     |
| 300112    | 万讯自控 | 32.95     |
| 300114    | 中航电测 | 41.97     |
| 300137    | 先河环保 | 42.08     |
| 600071    | 凤凰光学 | 26.58     |
| 算术平均      |      | 36.85     |
| 汽车贸易      |      |           |
| 600653    | 中华控股 | 28.97     |

资料来源：wind，国海证券研究所

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。